

# 先发优势成就公司黄金发展期

## ——恒立油缸（601100）调研快报

2012年3月5日

强烈推荐/首次评级

恒立油缸

调研快报

王明德

分析师

执业证书编号：S1480511100001

联系人：韩庆

电话：010-66554026

邮箱：hanqing@dxzq.net.cn

### 事件：

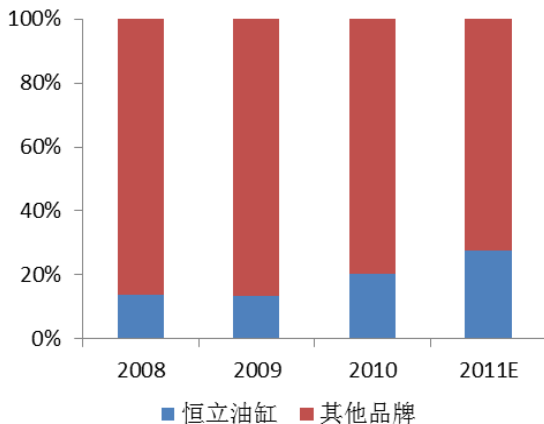
近日我去恒立油缸进行了实地调研，并就公司经营情况，发展规划与公司进行了深入的交流和沟通。

### 观点：

#### 1、公司在国产品牌挖掘机配套油缸市场处于领先地位

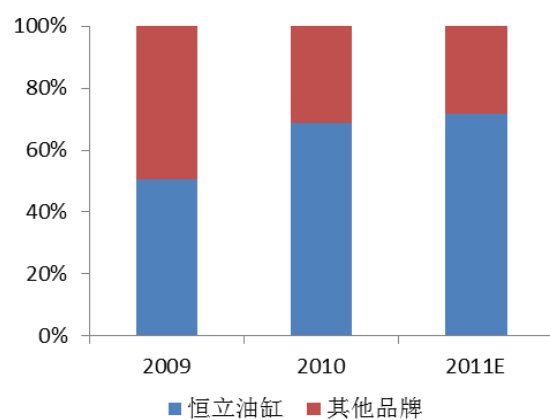
恒立油缸的主营业务是挖掘机专用油缸和重型装备用非标准油缸的研发、生产与销售，是国内四大挖掘机油缸供应商中唯一的国产品牌，2011年挖掘机油缸市场占有率预计超过30%，其中在国产品牌中的市场占有率超过75%。公司的客户涵盖了三一、柳工、玉柴、徐工、力士德等几乎全部国产知名挖掘机品牌厂商。

图 1：公司产品在国内挖掘机市场占有率情况



资料来源：公司公告，中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 2：公司产品在国产品牌挖掘机中市场占有率情况



资料来源：公司公告，中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

表 1：国内四大油缸制造商市场占有率情况

公司名称	2008年		2009年		2010年	
	配套量/万支	市场占有率	配套量/万支	市场占有率	配套量/万支	市场占有率
恒立油缸	4.2	13%	5.1	13%	13.5	20%
KYB	10.6	34%	12.1	30%	15.3	24%
东洋机电	9.8	31%	13.8	35%	19.8	31%
小松液压	4.7	15%	5.1	14%	8.5	13%

资料来源：各品牌下游客户配套厂商数据整理，东兴证券研究所

表 2: 国内四大油缸制造商下游配套品牌

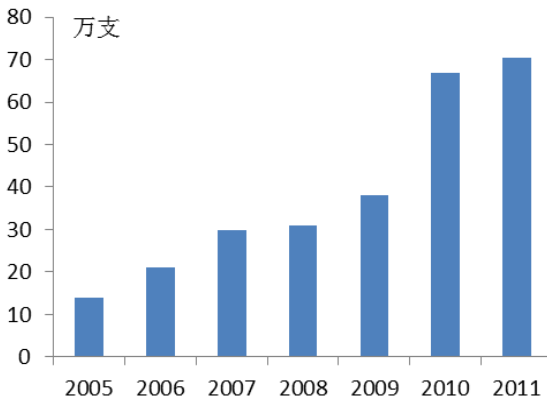
公司名称	下游配套品牌
恒立油缸	三一、柳工、玉柴、徐工、力士德等
KYB	日立、卡特彼勒、神钢等
东洋机电	斗山、龙工、日立、厦工等
小松液压	小松

资料来源: 东兴证券研究所

## 2、短期内行业发展受制于产能瓶颈, 公司产品进口替代空间大

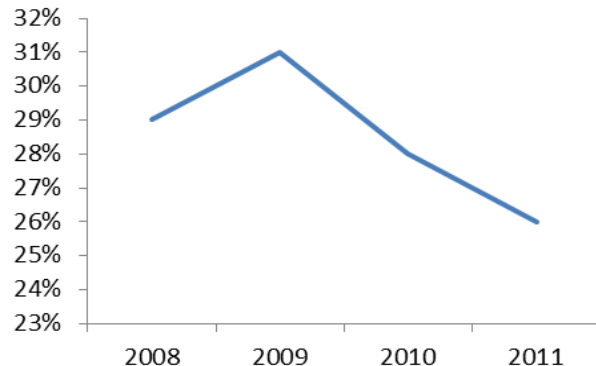
挖掘机产品对油缸产品的可靠性、稳定性要求高, 国内能够实现专业化、规模化生产的厂商数量有限。目前国内挖掘机油缸市场基本被四大专业厂商垄断。由于近两年外资厂商产能扩张速度不及下游需求增速, 行业内供需缺口较大。2011 年国内市场上约有 26% 的挖掘机专用油缸依赖进口。由于挖掘机专用油缸不享受进口退税政策优惠, 进口成本高昂, 整机厂寻求进口替代的需求较强。2012 年公司的挖掘机专用油缸产能将从 2011 年的 20 万支增加到 30 万支, 2013 年将达到 40 万支。公司的新增产能将弥补行业的供需缺口, 实现进口替代。

图 3: 2005-2011 年国内挖掘机专用油缸市场容量



资料来源: 工程机械商贸网, 东兴证券研究所

图 4: 2008-2011 年国内挖掘机专用油缸进口比率



资料来源: 国内主要挖掘机整机厂配套油缸及产能信息整理, 东兴证券研究所

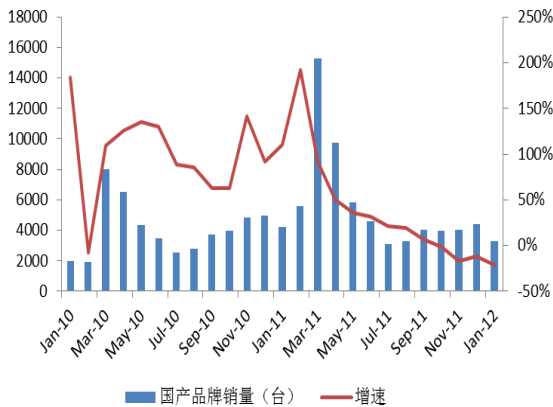
## 3、挖掘机专用油缸行业进入门槛高, 短时期内新进入者难成气候

挖掘机专用油缸下游客户对供应商的选择一般很谨慎。这是因为挖掘机专用油缸对材料的要求高、生产工艺复杂、流程工序多, 管理难度大。只有具备较强研发与生产能力的企业, 通过较长时间积累丰富的工艺数据, 具备较强的工艺控制和过程控制能力, 才有能力实现批量生产。因此新进入者的产品需要长时间的实验并且还需经过若干年的装机及市场验证, 才能进入主机厂的批量使用。另外, 部分主机厂目前在尝试自制液压油缸配套自己的部分产品。我们认为这是主机厂为保证供应链安全的一种做法。挖掘机液压油缸这种标准化的通用零部件更适合专业厂商大规模批量化生产, 主机厂自己单独生产会导致单位产品成本升高, 经济性降低。

#### 4、公司未来将受益于国产品牌挖掘机市场占有率的提升

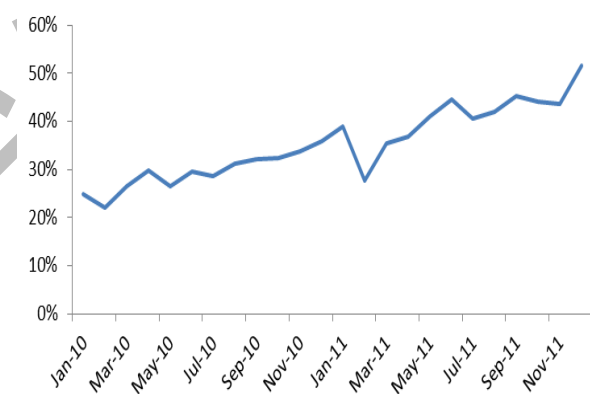
公司在国产品牌挖掘机配套油缸市场中处于领先地位，未来将受益于国产品牌挖掘机市场份额的提升。公司目前是柳工、徐工、力士德等客户的独家供应商，三一重工、玉柴等客户也大量采用公司的产品。此外，公司还进入了卡特彼勒、神钢等外资品牌的全球供应商体系。公司将为卡特彼勒建设一条年产5万支挖掘机专用油缸的生产线，届时卡特彼勒的13款机型将由公司独家供货。

图 3：2010-2012 年国产品牌挖掘机销售情况



资料来源：工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 4：2010-2012 年国产品牌挖掘机市场占有率情况



资料来源：工程机械商贸网，东兴证券研究所

#### 结论：

- 1) 国内挖掘机油缸市场现在被四大供应商所垄断，由于近两年国内整机产能扩张速度快于上游油缸产能增速，导致目前行业供需失衡，公司新增产能将很快被消化。
- 2) 液压油缸是挖掘机关键零部件，对稳定性和可靠性的要求高，客户转换成本高。公司凭借多年的先发优势，占据国产品牌大部分市场份额，并对新进入者形成较高壁垒。公司近两年将最大程度受益于国产挖掘机的高增长。
- 3) 外资主机商考虑供应链安全问题，愿意多元化自己的油缸供应商，公司凭借价格、服务优势，在这一过程中将获得部分外资品牌订单，推动公司在国际品牌的市场份额增加。
- 4) 部分国产主机厂在自制液压油缸，由于液压油缸量产达到较高的稳定性需要长时间的经验积累，短期内对公司销售不会造成冲击。
- 5) 我们研判：在行业供需失衡的形势下，公司将凭借多年积累的先发优势使自己享受一段黄金发展期，业绩增长将快于主机行业平均增长水平。我们预计公司 2011 年至 2013 年的每股收益分别为 0.78 元、0.99 元和 1.24 元，对应的 PE 分别为 25.3 倍、19.9 倍和 15.9 倍，我们考虑到未来公司可能进入卡特彼勒、神钢等外资品牌全球供应体系，业绩增长或超预期，给予“强烈推荐”评级。

#### 风险提示：

- 1) 下游挖掘机市场需求低于预期；

2) 主机厂商自制液压油缸项目进展加快。

表 3: 盈利预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	817.00	1,120.18	1,413.34	1,793.45
主营收入增长率	96.40%	37.11%	26.17%	26.89%
EBITDA (百万元)	270.49	396.57	484.20	608.61
EBITDA 增长率	95.17%	46.61%	22.10%	25.69%
净利润 (百万元)	228.73	329.15	416.53	520.27
净利润增长率	98.08%	43.91%	26.55%	24.91%
ROE	43.32%	14.03%	15.34%	16.96%
EPS (元)	0.850	0.784	0.992	1.239
P/E	21.74	23.58	18.63	14.92
P/B	11.02	3.31	2.86	2.53
EV/EBITDA	21.90	16.44	13.66	10.68

资料来源: 东兴证券

## 分析师简介

---

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

---

韩庆

工学学士，管理学硕士，多年工程机械行业上市公司从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券